



珍酒李渡 (06979.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评
证券研究报告

24 年业绩符合预期，降速固基稳势能

业绩简评

2025年3月20日，公司披露24年年度业绩，期内实现营收70.7亿元，同比+0.5%；经调整净利16.8亿元，同比+3.3%。其中，24H2实现营收29.3亿元，同比-16.5%；经调整净利6.6亿元，同比-19.7%。

经营分析

分产品来看：24年珍酒/李渡/湘窖/开口笑分别实现营收44.8/13.1/8.0/3.4亿元，同比-2%/+18%/-4%/-12%，其中销量分别-3%/+25%/-12%/-29%，吨价分别+0.5%/-5%/+10%/+24%，毛利率分别+0.5%/-1.6%/+0.1%/+5.0pct。其中，24H2珍酒/李渡/湘窖/开口笑营收分别-22%/+3%/-11%/-31%，公司于24H2主动放缓珍三十市场扩张节奏，削减珍十五、珍三十支线产品，致使珍酒有所下滑；李渡系1975等次高端单品增速居前，叠加省外拓展带动持续增长。

分价位来看：24年高端/次高端/中端及以下分别实现营收17.1/30.0/23.6亿元，同比-11%/+9%/持平，毛利率分别-0.7/-1.0/+4.0pct至69.0%/63.2%/45.4%，结构有所弱化，与行业需求趋势相关，珍酒双渠道运作下高档酒事业部仍实现高双位数增长；25年公司投入更多资源于次高端及中端价位。此外，24年末经销合作伙伴/体验店/零售商分别为3204/1097/3334家，期内分别+266/-83/+191家。

从报表质量看：1) 24年整体毛利率同比+0.6pct至58.6%，销售及经销开支占比同比-0.3pct至22.8%，行政开支占比同比+1.3pct至8.2%；经调整净利率+0.6pct至23.7%（期内以权益结算的股权激励费用为3.5亿元）；2) 24年末应计返利/预收客户款项余额分别6.9/17.5亿元，较23年末+0.6/-1.0亿元。

24H2公司顺势而为降速巩固市场基础，包括单独成立珍三十事业部等。公司的优势在于管理层禀赋、灵活市场化的制度设计。通过场景外延、体验式营销加码等举措，叠加珍酒、李渡等品牌势能延展，看好公司25年稳步增长的态势。

盈利预测、估值与评级

由于白酒行业复苏节奏较弱，我们下调25-26年归母净利润28%、36%。我们预计公司25-27年收入分别+3.0%/+6.0%/+9.9%；归母净利润分别+17.1%/+12.5%/+26.2%（扣非归母净利润分别为17.6/19.4/22.0亿元，同比+5.0%/+10.1%/+13.5%），当前股价对应PE为15.0X/13.3X/10.6X，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济恢复不及预期；次高端竞争加剧风险；政策风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

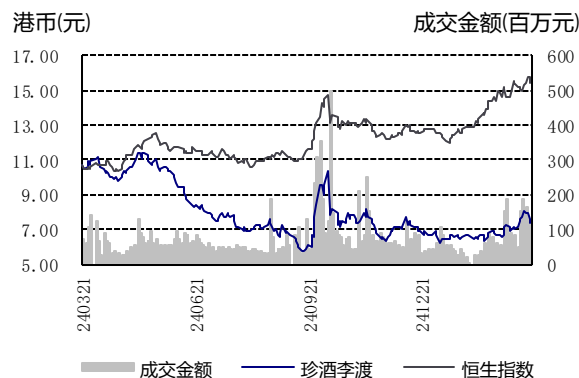
分析师：叶韬 (执业 S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (港币)：7.350 元

相关报告：

- 《珍酒李渡港股公司点评：H1业绩兑现较优，品牌矩阵协同发力》，2024.8.22
- 《珍酒李渡公司深度研究：攻守兼具，酒中珍品趁势而上》，2024.6.8



公司基本情况 (人民币)

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,030	7,067	7,278	7,718	8,484
营业收入增长率	20.1%	0.5%	3.0%	6.0%	9.9%
归母净利润(百万元)	2,327	1,324	1,550	1,743	2,200
归母净利润增长率	126.0%	-43.1%	17.1%	12.5%	26.2%
摊薄每股收益(元)	0.69	0.39	0.46	0.51	0.65
每股经营性现金流净额	0.11	0.23	0.22	0.27	0.30
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.4%	9.5%	10.5%	11.0%	12.8%
P/E	13.33	16.20	14.98	13.31	10.55
P/B	2.36	1.54	1.57	1.47	1.35

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)							资产负债表(人民币 百万)						
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	5,856	7,030	7,067	7,278	7,718	8,484	货币资金	1,683	5,771	5,650	5,198	5,091	5,347
增长率	14.8%	20.1%	0.5%	3.0%	6.0%	9.9%	应收款项	424	445	750	787	834	917
主营业务成本	2,617	2,951	2,924	2,986	3,139	3,416	存货	5,139	6,383	7,503	8,625	9,766	11,197
%销售收入	44.7%	42.0%	41.4%	41.0%	40.7%	40.3%	其他流动资产	0	283	552	569	603	663
毛利	3,239	4,080	4,143	4,293	4,579	5,068	流动资产	7,246	12,882	14,456	15,178	16,295	18,124
%销售收入	55.3%	58.0%	58.6%	59.0%	59.3%	59.7%	%总资产	65.5%	73.3%	73.7%	73.3%	74.1%	75.8%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	2,429	3,107	4,998	5,370	5,526	5,584
销售费用	1,342	1,627	1,611	1,645	1,729	1,866	%总资产	22.0%	17.7%	25.5%	25.9%	25.1%	23.4%
%销售收入	22.9%	23.1%	22.8%	22.6%	22.4%	22.0%	无形资产	58	43	0	16	31	45
管理费用	381	479	576	598	625	662	非流动资产	3,813	4,696	5,151	5,539	5,709	5,782
%销售收入	6.5%	6.8%	8.2%	8.2%	8.1%	7.8%	%总资产	34.5%	26.7%	26.3%	26.7%	25.9%	24.2%
研发费用	0	0	0	0	0	0	资产总计	11,059	17,578	19,607	20,717	22,004	23,906
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	37	37	510	510	510	510
息税前利润 (EBIT)	1,434	2,731	1,907	2,180	2,420	2,964	应付款项	1,046	1,070	1,425	1,493	1,570	1,708
%销售收入	24.5%	38.8%	27.0%	30.0%	31.4%	34.9%	其他流动负债	3,490	3,746	3,669	3,858	4,091	4,496
财务费用	-1	-155	13	15	15	15	流动负债	4,572	4,853	5,604	5,860	6,170	6,715
%销售收入	0.0%	-2.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	10,302	49	51	51	51	51
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	14,874	4,902	5,655	5,911	6,221	6,765
营业利润	1,536	1,933	1,597	2,050	2,225	2,539	普通股股东权益	-3,815	12,676	13,952	14,806	15,783	17,141
营业利润率	26.2%	27.5%	22.6%	28.2%	28.8%	29.9%	其中：股本	0	0	0	0	0	0
营业外收支							未分配利润	-2,987	13,225	13,952	14,806	15,783	17,141
税前利润	1,435	2,886	1,894	2,165	2,405	2,949	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
利润率	24.5%	41.0%	26.8%	29.7%	31.2%	34.8%	负债股东权益合计	11,059	17,578	19,607	20,717	22,004	23,906
所得税	405	559	571	615	661	749	比率分析						
所得税率	28.2%	19.4%	30.1%	28.4%	27.5%	25.4%	每股指标						
净利润	1,030	2,327	1,324	1,550	1,743	2,200	每股收益	0.00	0.78	0.40	0.46	0.51	0.65
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	-1.13	3.87	4.12	4.37	4.66	5.06
归属于母公司的净利润	1,030	2,327	1,324	1,550	1,743	2,200	每股经营现金净流	-0.21	0.11	0.23	0.22	0.27	0.30
净利率	17.6%	33.1%	18.7%	21.3%	22.6%	25.9%	每股股利	0.00	0.17	0.20	0.21	0.23	0.25
现金流量表(人民币 百万)							回报率						
净利润	1,030	2,327	1,324	1,550	1,743	2,200	净资产收益率	-26.99%	18.36%	9.49%	10.47%	11.05%	12.84%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	总资产收益率	9.31%	13.24%	6.75%	7.48%	7.92%	9.20%
非现金支出	-401	-684	0	-115	-180	-410	投入资本收益率	-27.23%	17.32%	9.21%	10.19%	10.77%	12.53%
非经营收益							增长率						
营运资金变动	-1,497	-1,541	0	-919	-913	-1,029	主营业务收入增长率	14.79%	20.06%	0.52%	2.99%	6.04%	9.92%
经营活动现金净流	-711	361	781	749	900	1,008	EBIT增长率	0.11%	90.45%	-30.15%	14.31%	10.99%	22.51%
资本开支	-1,422	-961	0	-620	-420	-320	净利润增长率	-0.23%	125.96%	-43.12%	17.11%	12.47%	26.20%
投资	0	0	0	0	0	0	总资产增长率	44.67%	58.95%	11.54%	5.66%	6.21%	8.64%
其他	34	121	0	131	195	425	资产管理能力						
投资活动现金净流	-1,389	-840	0	-489	-225	105	应收账款周转天数	7.5	10.8	16.8	21.3	21.4	21.0
股权募资	3,328	4,526	0	0	0	0	存货周转天数	604.4	702.9	854.9	972.4	1,054.5	1,104.6
债权募资	-881	-31	0	0	0	0	应付账款周转天数	109.8	129.1	153.6	175.9	175.6	172.7
其他	-228	-4	0	-712	-781	-858	固定资产周转天数	115.1	141.7	206.5	256.4	254.1	235.7
筹资活动现金净流	2,220	4,491	0	-712	-781	-858	偿债能力						
现金净流量	139	4,087	0	-453	-106	256	净负债/股东权益	-226.86%	-44.85%	-36.48%	-31.32%	-28.70%	-27.92%
							EBIT利息保障倍数	48.7	618.6	148.0	142.5	158.1	193.7
							资产负债率	134.50%	27.89%	28.84%	28.53%	28.27%	28.30%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	2	7
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究